

志邦家居(603801)

报告日期: 2025 年 09 月 04 日

大宗拖累业绩表现，海外业务高增

——志邦家居点评

投资要点

□ 志邦家居发布 25H1 业绩

25H1 实现收入 18.99 亿（同比-14.14%），归母净利 1.38 亿（同比-7.21%），扣非归母净利 0.87 亿（同比-30.65%）。

25Q2 单季实现收入 10.82 亿（同比-22.29%），归母净利 0.96 亿（同比-5.49%），扣非归母净利 0.51 亿（同比-40.71%）。

□ 零售业务展现韧性，海外业务高速增长

1、品类端：衣柜降幅较小，厨柜承压

- 1) 厨柜 25H1 收入 7.11 亿（同比-26.42%），25Q2 收入 4.46 亿（同比-31.34%）；
- 2) 衣柜 25H1 收入 9.05 亿（同比-2.54%），25Q2 收入 4.84 亿（同比-11.18%）；
- 3) 木门 25H1 收入 1.46 亿（同比+5.13%），25Q2 收入 0.82 亿（同比-12.66%）。

2、渠道端：直营渠道受益于国补，海外业务高增

从门店数量来看，25H1 末厨柜 1302 家（较年初关闭 137 家）、衣柜 1449 家（较年初关闭 186 家），渠道策略以优化低效门店为主。

- 1) **直营店** 25H1 收入 5.25 亿（同比+200.25%），25Q2 收入 2.28 亿（同比 193.34%），我们预计与国补订单增加较多有关；
- 2) **经销店** 25H1 收入 7.68 亿（同比-34.18%），25Q2 收入 4.25 亿（同比-40.09%）；
- 3) **大宗业务** 25H1 收入 3.22 亿（同比-46.86%），25Q2 收入 2.57 亿（同比-44.00%），主要原因系国内地产市场需求疲软和竞争加剧，对业绩拖累较大；
- 4) **海外业务** 25H1 收入 1.48 亿（同比+42.69%），25Q2 收入 1.02 亿（同比 139.78%），成为公司核心增长引擎。

□ 财务指标:

- 1) **25H1** 经营活动产生的现金流量净额为-4.13 亿元，同比-60.79%，主要系销售收款同比下降所致。
- 2) **25H1** 毛利率 35.97%（同比-0.72pct），期间费用率 29.72%（同比+0.28pct），其中销售费用率同比+0.76pct、管理+研发费用率同比-0.83pct、财务费用率同比上升 0.35pct。

□ 经营策略：零售渠道深化变革，海外与整装打开新空间

- 1) 公司坚定推进“整家一体化”战略，通过“全空间、真整家”的 3.0 模式，为消费者提供一站式解决方案。公司对加盟商体系进行“固本培元”，优化门店网络，关闭低效门店，加大对融合大店的政策支持，提升单店经营质量。
- 2) 大宗业务面对严峻的地产业形势，维护房企客户口碑，同时开拓创新业务领域。公司识别到如第四代住房、保障性住房、企业公寓、学校宿舍、办公、酒店业务等的增长机会，将通过精细化管理抓住空白市场和渠道机会。
- 3) 公司海外业务进入高速发展期，聚焦重点机会市场，澳洲、北美等原点市场做深做透，抓住东南亚、中东等新兴机会市场。
- 4) 公司成立“AI 及数字化专委会”，并依托华为云底座+三维家智能平台，构建覆盖营销、设计、生产、交付的一体化数字系统。

投资评级：买入(维持)

分析师：史凡可

执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

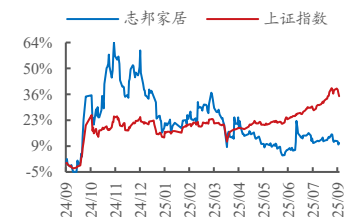
分析师：傅嘉成

执业证书号：S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 9.94
总市值(百万元)	4,317.44
总股本(百万股)	434.35

股票走势图



相关报告

- 1 《Q1 零售业务表现较优，海外渠道持续扩张》 2025.04.30
- 2 《海外渠道保持成长，门墙一体化加速推进》 2024.10.30
- 3 《海外&整装持续发力，积极调整优化零售渠道》 2024.08.30

□ 盈利预测与估值

志邦大家居推行顺利，新品类、新市场及整装可挖掘空间大，且管理层质地优秀、激励充分，我们看好其增长韧性，以及经营效率持续优化。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 48.84 亿/52.90 亿/57.22 亿元，分别同比-7.10%/+8.30%/+8.16%，归母净利润 3.97 亿/4.37 亿/4.89 亿，分别同比+3.08%/+10.03%/+11.84%，对应当前 PE 10.87X/9.88X/8.83X，维持“买入”评级。

□ **风险提示：**下游市场复苏不及预期，行业竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,258	4,884	5,290	5,722
(+/-) (%)	-14.04%	-7.10%	8.30%	8.16%
归母净利润	385	397	437	489
(+/-) (%)	-35.23%	3.08%	10.03%	11.84%
每股收益(元)	0.89	0.91	1.01	1.13
P/E	11.20	10.87	9.88	8.83

资料来源：浙商证券研究所

表1：志邦家居财务数据一览（单位：百万元）

单位：百万元	2023A	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q3	2024Q4	2024A	2025Q1	2025Q2	2025H1
营业总收入	6116.47	820.02	1,392.09	2212.11	1,463.07	1,582.67	5257.85	817.58	1,081.83	1899.42
YOY	13.50%	1.77%	-6.88%	-3.85%	-10.14%	-27.66%	-14.04%	-0.30%	-22.29%	-14.14%
归母净利润	595.07	47.22	101.54	148.76	117.42	119.24	385.42	42.08	95.96	138.04
YOY	10.76%	-8.38%	-20.54%	-17.05%	-30.93%	-51.48%	-35.23%	-10.90%	-5.49%	-7.21%
扣非归母净利润	548.14	38.97	86.66	125.64	106.98	106.90	339.51	35.74	51.38	87.12
YOY	10.04%	-10.04%	-28.63%	-23.74%	-33.05%	-52.19%	-38.06%	-8.29%	-40.71%	-30.65%
毛利率	37.07%	37.22%	36.37%	36.69%	37.04%	34.97%	36.27%	32.16%	38.84%	35.97%
期间费用率	24.43%	34.17%	26.65%	29.44%	28.84%	20.54%	26.59%	29.30%	30.04%	29.72%
其中：销售费用	889.74	154.07	218.83	372.90	266.63	214.26	853.79	139.58	195.07	334.65
销售费用率	14.55%	18.79%	15.72%	16.86%	18.22%	13.54%	16.24%	17.07%	18.03%	17.62%
其中：管理费用	294.59	73.76	77.13	150.88	74.63	55.73	281.24	58.81	62.53	121.34
研发费用	318.54	56.60	73.11	129.71	76.19	59.25	265.15	39.82	64.01	103.83
管理+研发费用率	10.02%	15.90%	10.79%	12.68%	10.31%	7.27%	10.39%	12.06%	11.70%	11.85%
其中：财务费用	-8.73	-4.22	2.00	-2.23	4.47	-4.23	-1.99	1.32	3.34	4.66
财务费用率	-0.14%	-0.52%	0.14%	-0.10%	0.31%	-0.27%	-0.04%	0.16%	0.31%	0.25%
归母净利率	9.73%	5.76%	7.29%	6.72%	8.03%	7.53%	7.33%	5.15%	8.87%	7.27%
存货	220.44	230.62	243.17	243.17	292.45	252.45	252.45	300.03	358.48	358.48
应收账款	1,495.16	1,223.81	1,311.52	1,311.52	1,312.67	1,411.79	1,411.79	1,175.17	1,211.20	1,211.20
应付账款及应付票据	1167.17	782.82	989.96	989.96	1132.10	1191.96	1191.96	929.23	971.49	971.49
预收账款	473.86	244.94	255.36	255.36	274.92	453.98	453.98	267.14	225.44	225.44
经营性现金流净额	756.40	-574.03	317.28	-256.75	285.18	462.26	490.69	-485.41	72.57	-412.84
筹资性现金流净额	-306.58	150.89	-214.61	-63.71	-12.22	-85.67	-161.61	675.91	-502.25	173.65
资本开支	423.68	63.45	74.24	137.69	67.62	69.80	275.12	44.01	50.74	94.75
ROE	19.30%	1.42%	3.12%	4.62%	3.64%	3.56%	11.53%	1.21%	2.78%	4.08%
资产负债率	48.52%	41.24%	46.30%	46.30%	47.83%	49.38%	49.38%	47.46%	47.09%	47.09%

资料来源：Wind、公司公告，浙商证券研究所

表2：志邦家居收入拆分（按渠道）一览（单位：百万元）

单位：百万元	2022年	23Q1	23Q2	23H1	23Q3	23Q4	2023A	24Q1	24Q2	23Q3	24Q4	24A	25Q1	25Q2	25H1
直营收入	396.65	85.61	104.67	190.28	111.27	168.56	470.11	96.95	77.75	77.86	213.78	466.34	296.48	228.07	524.55
yoy	15.7%	10.6%	12.9%	-9.5%	60.3%	18.5%	13.2%	-25.7%	-30.0%	26.8%	-0.8%	205.8%	193.3%	200.3%	
经销收入	2899.85	465.56	843.57	1309.13	864.20	951.11	3124.44	457.29	709.19	750.29	615.78	2532.55	342.96	424.85	767.81
yoy	-6.8%	13.7%	5.5%	0.6%	18.9%	7.7%	-1.8%	-15.9%	-13.2%	-35.3%	-18.9%	-25.0%	-40.1%	-34.2%	
大宗业务	1657.27	133.86	426.24	560.10	534.88	913.90	2008.88	146.79	459.38	499.23	578.41	1683.81	64.90	257.24	322.14
yoy	4.5%	23.2%	18.2%	40.1%	14.0%	21.2%	9.7%	7.8%	-6.7%	-36.7%	-16.2%	-55.8%	-44.0%	-46.9%	
占比	16.6%	28.5%	24.3%	32.9%	41.8%	32.8%	17.9%	33.0%	34.1%	36.5%	32.0%	7.9%	23.8%	17.0%	
其他渠道	435.02	120.71	120.40	241.11	117.82	154.09	513.03	118.99	145.77	135.70	174.69	575.15	113.24	171.67	284.92
yoy	111.2%	27.6%	59.1%	-0.2%	-6.9%	17.9%	-1.4%	21.1%	15.2%	13.4%	12.1%	-4.8%	17.8%	7.6%	
其中：海外业务		26.32	34.28	60.61	46.36	-	149.59	43.86	42.62	44.98	73.85	205.31	45.41	102.20	147.61
yoy							31.9%	66.6%	24.3%	-3.0%	-	37.3%	-9.7%	139.8%	42.7%
合计	5388.78	805.74	1494.88	2300.63	1628.17	2187.66	6116.46	820.02	1392.09	1463.07	1582.67	5257.85	817.58	1081.84	1899.42
yoy	6.2%	17.1%	13.0%	9.9%	16.9%	13.5%	1.8%	-6.9%	-10.1%	-27.7%	-14.04%	-0.30%	-22.3%	-14.1%	

资料来源：Wind、公司公告，浙商证券研究所

表3: 志邦家居收入拆分(按品类)一览(单位: 百万元)

单位: 百万元	2023A	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024A	2025Q1	2025Q2	2025H1
总收入	6116.47	820.02	1392.09	1463.07	1582.82	5258.00	817.58	1081.84	1899.42
YOY	13.50%	1.77%	-6.88%	-10.14%	-27.65%	-14.04%	-0.30%	-22.29%	-14.14%
归母净利润	595.07	47.22	101.54	117.42	119.24	385.42	42.08	95.96	138.04
YOY	10.87%	-8.38%	-20.54%	-30.93%	-51.48%	-35.23%	-10.89%	-5.49%	-7.21%
整体厨柜									
收入	2837.69	316.09	650.14	695.49	732.61	2394.33	264.59	446.37	710.96
YOY	3.69%	-0.72%	-5.13%	-7.11%	-32.49%	-15.62%	-16.29%	-31.34%	-26.42%
占比	46.39%	38.55%	46.70%	47.54%	46.29%	45.54%	32.36%	41.26%	37.43%
毛利率(%)	40.93%	41.54%	37.43%	45.48%	37.20%	40.24%	35.36%	37.62%	36.78%
经销门店数	1715	1759	1798	1618	(179)	1439	1327	1302	1302
定制衣柜									
收入	2,505.38	383.74	544.54	575.93	616.63	2,120.84	421.02	483.67	904.69
YOY	19.15%	8.83%	-14.04%	-16.46%	-25.70%	-15.35%	9.72%	-11.18%	-2.54%
占比	40.96%	46.80%	39.12%	39.36%	38.96%	40.34%	51.50%	44.71%	47.63%
毛利率(%)	37.97%	41.05%	40.73%	32.76%	41.92%	38.97%	37.20%	43.73%	40.69%
经销门店数	1850	1912	1993	1821	(186)	1635	1471	1449	1449
木门墙板									
收入	409.96	45.05	94.26	100.95	132.58	372.84	64.13	82.33	146.46
YOY	79.92%	11.59%	4.76%	-7.22%	-22.38%	-9.05%	42.35%	-12.66%	5.13%
占比	6.70%	5.49%	6.77%	6.90%	8.38%	7.09%	7.84%	7.61%	7.71%
毛利率(%)	20.98%	14.42%	18.52%	25.70%	12.08%	17.68%	15.85%	14.20%	14.92%
经销门店数	983	1046	1120	1120	(134)	986	1000	995	995
其他									
收入	363.44	75.13	103.15	90.70	100.84	369.84	67.83	69.48	137.31
YOY	13.02%	-20.40%	19.77%	11.66%	-0.85%	1.76%	-9.71%	-32.64%	-22.98%
占比	5.94%	9.16%	7.41%	6.20%	6.37%	7.03%	8.30%	6.42%	7.23%
毛利率(%)	18.81%	13.16%	23.01%	12.07%	6.37%	13.79%	3.81%	41.87%	23.07%

资料来源: Wind、公司公告, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,289	3,056	3,682	3,622
现金	799	822	1,119	988
交易性金融资产	565	565	565	565
应收账款	329	172	330	298
其它应收款	88	102	133	121
预付账款	55	50	53	59
存货	252	272	300	322
其他	1,200	1,073	1,182	1,269
非流动资产	3,426	3,584	3,775	4,000
金融资产类	33	33	33	33
长期投资	177	224	254	282
固定资产	1,634	1,642	1,666	1,701
无形资产	280	290	296	301
在建工程	275	307	357	407
其他	1,026	1,087	1,169	1,275
资产总计	6,715	6,640	7,457	7,622
流动负债	3,020	2,538	3,127	3,037
短期借款	249	249	249	249
应付款项	1,192	941	1,383	1,142
预收账款	0	0	0	0
其他	1,579	1,348	1,494	1,646
非流动负债	295	295	295	295
长期借款	155	155	155	155
其他	141	141	141	141
负债合计	3,315	2,833	3,422	3,333
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,399	3,807	4,035	4,290
负债和股东权益	6,715	6,640	7,457	7,622

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	491	325	842	448
净利润	385	397	437	489
折旧摊销	216	123	111	88
财务费用	2	10	10	10
投资损失	(9)	5	11	6
营运资金变动	(150)	(256)	230	(190)
其它	47	46	43	46
投资活动现金流	(212)	(292)	(316)	(324)
资本支出	(255)	(188)	(207)	(204)
长期投资	(139)	(99)	(98)	(115)
其他	182	(5)	(11)	(6)
筹资活动现金流	(162)	(10)	(229)	(254)
短期借款	119	0	0	0
长期借款	31	0	0	0
其他	(311)	(10)	(229)	(254)
现金净增加额	120	23	298	(131)

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,258	4,884	5,290	5,722
营业成本	3,351	3,147	3,430	3,726
营业税金及附加	61	47	54	60
营业费用	854	791	836	881
管理费用	281	239	254	272
研发费用	265	244	265	286
财务费用	(2)	(8)	(6)	(12)
资产减值损失	(77)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动损益	11	0	0	0
投资净收益	5	(5)	(11)	(6)
其他经营收益	52	42	52	54
营业利润	417	416	457	511
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	420	416	457	511
所得税	34	18	20	23
净利润	385	397	437	489
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	385	397	437	489
EBITDA	688	611	646	668
EPS（最新摊薄）	0.89	0.91	1.01	1.13

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-14.04%	-7.10%	8.30%	8.16%
营业利润	-32.64%	-0.39%	10.03%	11.84%
归属母公司净利润	-35.23%	3.08%	10.03%	11.84%
获利能力				
毛利率	36.27%	35.57%	35.17%	34.87%
净利率	7.33%	8.13%	8.26%	8.54%
ROE	11.34%	10.44%	10.83%	11.40%
ROIC	11.19%	10.89%	11.34%	11.64%
偿债能力				
资产负债率	49.38%	42.67%	45.89%	43.72%
净负债比率	-9.54%	-9.11%	-15.98%	-11.98%
流动比率	1.09	1.20	1.18	1.19
速动比率	0.59	0.65	0.69	0.65
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.73	0.75	0.76
应收账款周转率	19.83	21.31	24.07	21.04
应付账款周转率	5.12	5.00	5.00	5.00
每股指标(元)				
每股收益	0.89	0.91	1.01	1.13
每股经营现金	1.13	0.75	1.94	1.03
每股净资产	7.83	8.76	9.29	9.88
估值比率				
P/E	11.20	10.87	9.88	8.83
P/B	1.27	1.13	1.07	1.01
EV/EBITDA	7.65	7.19	6.34	6.32

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>